

对赌的股权性质、价值调整内涵和评估分配研究

文 / 高文忠 王进江 张维军



内容摘要：股权融资中的对赌协议具有期权特征，且对赌股权是股权而非债权性质，对赌股权相对于其他股权具有优先权，债权相对于股权具有优先权。未来盈利的不确定性应由股东共担，对赌股权的价值调整内涵是投资人预期估值与协议价格间的差额，基于此，本文分析了存在的瑕疵问题。或有对价属于对赌的价值调整值，对赌股权价值等于协议价格乘以投资比例加 / 减或有对价，本文分析了或有对价的评估风险及主要支付结构。本文依据对赌特征扩展了实物期权 (BS) 模型的参数含义，依据二叉树提出了经营情景概率的确定思路。本文认为对赌标的是被投资的标的企业，而债权标的是资金，价值分配机制要依据标的企业自身价值而不宜超出，价值分配工具应是股权价值分配模型，并对这个模型的内在逻辑和含对赌股权评估应用操作架构进行搭建。最后通过业绩对赌案例对股权价值分配进行了解析。

关键词：权利与价值匹配 对赌的股权性质 价值调整内涵 或有对价评估

股权价值分配模型

中图分类号：F275 文献标识码：A 文章编号：1002-4247(2026)-07-0071-10

■ 股东权利与企业价值匹配关系的底层逻辑分析

企业因股东出资而成立，之后发展需要资金支持，其融资方式或渠道可分为两类：权益性融资和债务性融资。权益性融资是融资企业向投资者出售所有权并以红利形式取得利润，债务性融资是资金拥有者向融资企业让渡使用权并按期偿还约定本息。处在不同发展阶

段，公司需要资金的紧迫程度和数量不同，经权益性融资后形成相应股权结构，即公司股东持有的股份比例和股东之间的权利关系。刘文（2021）指出，股权架构类型需要根据公司具体类型而定，常见的主要有三种：一元、二元、4×4 股权架构。其中，4×4 架构将公司股东分为原始创始人、联合创始人、投资人、员工等多种类型，再根据各类主体对公司发展的贡献来设计股权分配方案。新修订的《中华人

民共和国公司法》(以下简称《公司法》)共有 8 类股东权利,包括表决权(投票权)、投资收益权(分红权、剩余资产分配权、股份/股票增值权)、知情权、优先认股权、提案权、质询权、诉权、退股权。其中,表决权的特别安排包括可表决权不按照股权比例行使的 AB 股,优先股有优先取得股息和分得剩余财产的权利,但其一般没有表决权,除非没有支付股息等,如第一百四十四条允许股份有限公司发行与普通股权利不同的类别股(同股不同权)。股权结构中不同类别以及同类不同贡献或约定的股东,其权利集合也不尽相同。

武汉大学研究中心(2012)认为,传统的公司金融理论主要关注市场环境、企业的特征和治理结构对投融资决策的影响,但大量实证研究和现实证据都表明,即使是这些因素完全相似的企业,在进行投资、并购以及融资决策时也会作出差异很大的选择,康珀、石井和迈特里克(2003)发现股东权利的差异会显著影响公司的价值、利润以及成长性。企业是创造财富的载体,企业在这个过程中获得收益,股东通过行使投资收益权等实现权益的增加,股东权益最大化是企业财务管理的核心目标。又如,股权中的投票权,达摩达兰(2010)认为没有投票权或投票权很少的股票比拥有较多投票权的股票价值更低,而两者之间的价格差额就是由控制权的期望价值决定的,拥有投票权的股本溢价取决于公司管理转变的概率以及转变管理的价值。笔者认为,股东各项权利在行使后对权益的影响,有的较为直接,如投资收益权、表决权特别安排中的优先股权利;有的较为间接,如表决权(除优先股)、知情权、提案权、质询权、诉权、优先认股权、退股权,

即通过行使结果间接影响权益。

企业价值分配是资源重新配置的过程,包括分配股权和薪酬等资源。若企业控制人(如原始创始人)对企业价值的理解只停留在资产甚至现金流层面,则很容易出现分配不均导致股东与股东、股东与员工、员工与员工间出现问题,从而可能影响运营而减损股东权益。王美江(2024)认为,企业中的每一个体,不管是股东、管理者还是普通员工,形成了以收益为中心而串联的系统。笔者认为,股东权利与股权价值间匹配关系的底层逻辑,是遵循合理前提下的收益贡献分配机制,股东间权利不同则其对企业的收益贡献也应是不同的。

■ 对赌协议的期权特征及主要类型和股权性质

刘文(2021)指出,股权融资协议中一些重要的条款包括交易结构条款、先决条件条款、保证条款、公司治理条款(投票条款)、反稀释条款、出售权条款、估值调整条款、清算优先权条款等,其中的估值调整条款是投融资双方的一种对赌条款。融资阶段的“对赌”情况在国际资本市场很常见,我国最高人民法院于 2019 年 11 月 14 日发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《纪要》)中,也首次对“对赌协议”效力及履行进行了司法解释。

(一) 对赌的含义及期权特征

国务院国资委课题组(2016)指出,对赌即估值调整机制,是法律人设计的一种交易结构,指投资人与股权融资人对于企业未来某些事项的不确定性“暂不争议”,并约定在一定时

期的运营情况后调整企业的估值，从而重新划定双方的利润边界。如果约定的条件出现，投资方可以行使一种权利；如果约定的条件不出现，股权融资方则行使另一种权利。笔者认为，股权融资协议中的对赌条款不同于其他条款，其他条款是投融资双方基于确定事实签订的具有明确性、单一执行方向的条款，而对赌条款则具有期权特征，即表现为未来结果具有不确定性，进而执行方向并非单一。

从字面上来看，“期”是未来的意思，“权”是权利的意思，期权又称为选择权，包括依附于股票等的金融期权和附着于企业整体或单项资产上的实物期权。齐安甜（2007）指出，实物期权的类型包括延迟期权、分阶段投资期权、规模变动期权、放弃期权、转换期权、增长期权、相关期权；中评协《实物期权评估指导意见》准则，规范了增长期权和退出期权。

（二）对赌协议的主要类型和条款指标

法盛金融投资（2024）指出，对赌协议6种典型类型有股权对赌型、现金补偿型、股权稀释型、股权回购型、股权激励型、股权优先型，对赌协议中常见的18种条款包括财务业绩、上市时间、非财务业绩、关联交易、债权和债务、竞业限制、股权转让限制、引进新投资者限制、反稀释权、优先分红权、优先购股权、优先清算权、共同售股权、强卖权、一票否决权、管理层对赌、回购承诺、违约责任。笔者认为，对赌协议的类型表现形式虽不同，但执行的衡量标准应是完成或未完成部分的内在价值；对赌协议条款可分为财务指标、非财务指标，财务指标如财务业绩、优先分红权和清算权、回购承诺等在行使后对权益的影响较为直

接，非财务指标较为间接。

（三）对赌股权是股权性质而非债权

对于对赌股权，虽具有债权的某些特征，如约定的投资分红率和投资本金保障等，但既然是以股权融资方式进入的，对赌股权就具有了股权属性，而非债权属性。股东股权是与股东权益紧密相关的，股东权益又称净资产，是指公司总资产中扣除债务所余下的部分，而法律规定债权享有优先原则，即除非债权人全额受偿，否则出资人就不能保留任何实体权利，如新《公司法》第二百三十六等规定。而且，投资于债权和投资于股权的权利也是不同的，如金融债权人只能得到固定回报，而股权投资人的回报则是公司息税前收益扣除债权人固定回报后的全部税后净收益。笔者认为，债权相对于全体股权具有优先权，而对赌股权仅是相对于其他股权具有优先权，对赌股权股东与非对赌股权的其他股东之间只是因各自股东权利集不同才出现各自的收益贡献分配机制不同，即收益分配先后顺序和权限分配等不同而已。

■ 对赌股权的价值调整机制内涵及瑕疵事项分析

股权融资协议中交易结构条款是协议最基本的条款，包括投融资双方达成交易的具体方式（增资或转让）和股权的价格、数量、付款方式、登记方式等，其中价格又是该条款的核心。根据中评协《企业价值》准则，企业价值的评估方法选取顺位是收益法、市场法、资产基础法，收益法是第一顺位，也是较能反映对赌条款影响投融资价格程度的评估方法，基本

公式为：

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{I_{t-1} \times (1+g_t) \times (1-y_t) \times (1-T) \times (1-M_t)}{(1+r)^t} \quad (1)$$

其中， V 为收益法评估值（现金流折现值）； I_{t-1} 为第 $t-1$ 年收入； g_t 为第 t 年收入增长率； y_t 为第 t 年收入 / EBIT 率； T 为所得税率； M_t 为第 t 年再投资率， M 等于再投资除以税后息税前利润，再投资等于资本性支出减折旧与摊销加营运资金净增加； r 为折现率； n 为收益年限。

（一）影响收益法估值的主要不确定性参数

影响收益法估值的主要不确定参数有以下五个维度：一是未来收入增长率 g ： g 值高低直接影响收益法分子现金流的大小，进而影响折现值高低；二是未来收入 / EBIT 率 y ： y 值的高低直接影响收益法分子现金流大小；三是未来再投资率 M ： M 高低与分子现金流、折现值成反比；四是未来折现率 r ： r 高低代表标的企业未来经营面临的风险大小， r 高低与折现值成反比；五是投融资双方对标的企业估值存在差异，其一是投融资双方掌握标的企业的信息不一致（融资方相对投资方更多一些），其二是标的企业对投融资双方的收益贡献不同（投融资双方估值时考虑的贡献维度和期望不同），其三是投融资双方对标的企业估值的心理预期差异（融资方是高估值心理，即想多融资或高价退出；投资方是低估值心理，即想低价进入）。

（二）评估视角理解的对赌股权价值调整机制内涵

未来不确定性是客观存在的，评估准则建议评估结论尽可能采用区间值并给出一个最大

可能值进行敏感性分析，敏感性分析是测算模型输入参数变化对输出结果影响程度的不确定性分析技术。国务院国资委课题组（2016）指出，双方对股权价值的判断以及最后能否在价格上达成一致，取决于各种因素，其中核心因素是对目标公司未来盈利的判断，这是影响目标公司股权价值的最重要因素之一。基于目标公司持续经营假设，投融资双方协议价格谈判通常以目标公司未来持续经营收益的折现值，即收益法评估值作为基础，而这个基础评估值是双方为把交易进行下去的暂定价值，投资方是按协议价格、投资比例或份额支付投资款的，对赌条款是对协议价格的调整。

笔者认为，目标公司未来盈利的不确定性应由全体股东共同承担，而不是全部由除对赌股权外的其他股权股东承担。任何对外投资都是有风险的，对赌股权的股权性质决定其股东亦应承担经营风险义务，对赌股权的价值调整机制内涵应是投资方对目标公司的预期估值与投融资协议价格间的差额，且收益贡献分配以经评估的目标公司股东全部权益价值为基础。

（三）评估视角认为的对赌协议相关瑕疵事项分析

《纪要》对于投资方与目标公司的股东或实际控制人订立的“对赌协议”，认定有效并支持实际履行；对于投资方与目标公司订立的“对赌协议”，规定一是股权回购满足股东没有实施抽逃出资等损害公司权益的行为，并符合《公司法》规定的有限公司回购股份的各种情形；二是现金补偿的融资公司有可补偿的现金——利润，否则驳回诉求或部分支持，如果今后融资公司有利润时可另行主张。笔者对前述《纪

要》的对赌协议效力及解释，至少在三个维度有以下理解。

1. 合同属性问题。《纪要》认为对赌协议符合《中华人民共和国民法典》中合同编规定，应该具有法律效力。笔者认为，若将对赌协议认定为一般合同，则有将对赌股权视为债权而非股权的瑕疵。

2. 执行范围问题。《纪要》依据主体不同有不同适用，笔者认为，无论承诺人是谁，对赌协议条款的价值调整内涵都是基于目标公司未来的不确定性盈利，不宜超出目标公司范围。

3. 执行期限问题。《纪要》规定，如果今后融资公司有利润时，投资人可另行主张，笔者认为，无追诉期限规定与价值调整内涵不尽一致，对赌协议触发执行不宜超出协议约定期限。

■ 对赌股权构成与或有对价评估风险及支付结构

北京注册会计师协会（2018）指出，在企业合并过程中，购买方为消除合并双方对企业价值认定产生的差异，往往需要根据未来一项或多项或有事项的发生，追加合并对价或者要求被购买方返还之前已经支付的对价，即或有对价。企业并购中合并成本包括购买方为企业合并支付的现金、付出的非现金资产的公允价值、发行或者承担债务的公允价值、发生的直接相关费用、源于对赌协议的或有对价，或有对价是合并成本构成部分、属于对赌的价值调整值，对赌股权价值构成公式如下：

$$\text{对赌股权价值} = \text{协议价格} \times \text{投资比例} \pm \text{或有对价} \quad (2)$$

（一）或有对价的评估风险与财务及经营风险

2019年2月14日，美国评估促进会发布第四个财报目的估值指南——《或有对价估值指南》，旨在规范、引导财报目的估值业务的发展。或有对价评估存在三方面的风险，分别为计量基础风险、支付结构风险和支付方信用风险。或有对价对应的计量基础不同（如业绩对赌指标等），其对应的风险也不同，如股权现金流对应的风险与EBITDA相比主要差异是财务杠杆造成的财务风险，见公式（3），营业收入对应的风险与EBITDA（息税折旧摊销前收益）相比主要差异是企业经营杠杆造成的经营风险等，见公式（4）；支付结构风险就是不同的或有对价支付方式中隐含的风险，不同支付结构隐含的风险不同，需要采用的估算方式也不同；支付方信用风险指在或有对价支付或回收中，支付方可以按约定按时足额支付对价的风险。

$$\beta_{\text{EBITDA}} = \frac{\beta_{\text{Equity}}}{1 + \frac{D}{E}(1-t)} \quad (3)$$

其中， β 为EBITDA或股权对应的系数风险系数；D为付息债务；E为权益；t为所得税率。

$$\beta_{\text{REVENUE}} = \frac{\beta_{\text{EBITDA}}}{1 + \frac{\text{固定成本}}{\text{变动成本}}} \quad (4)$$

（二）或有对价的支付结构及风险分析

美国评估促进会（2019）认为，或有对价的支付结构有9种主要方式，分别为固定数额、里程碑、线性对价、看涨期权、带有门槛的线性、封顶、分层级的差额、分层级的差额封顶、或有对价的收回。其中，固定数额方式其实质

是延缓支付时间，线性对价方式是按计量基础的一个固定方式支付，没有支付结构风险；看涨期权、或有对价收回方式的支付结构是典型的买入（看涨）期权、卖出（看跌）期权，里程碑方式是固定值，其他4种方式是典型期权等的某种组合。

1. 看涨期权方式。当计量基础达到某个门槛值后，按照超过这个门槛值的差额计算或有对价，就是一个典型的买入（看涨）布莱克-舒尔斯模型（BS），基本公式如下：

$$C = S_0 N(d_1) - Xe^{-rT} N(d_2) \quad (5)$$

其中， S_0 为标的资产现实价格； X 为期权执行价； r 为连续复利的无风险收益率； T 为期权限制时间； $N()$ 为标准正态密度函数； d_1 、 d_2 为 BS 模型 2 个参数。

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S_0}{X}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}} \quad (6)$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T} \quad (7)$$

其中， σ 为标的资产波动率。

2. 或有对价的收回方式。标的企业未能完成事先约定的经营指标，按约定的计量基础和比例，标的资产的卖方需要返还给买方的或有对价，典型的卖出（看跌）期权基本公式如下：

$$P = Xe^{-rT} N(-d_2) - S_0 N(-d_1) \quad (8)$$

3. 里程碑方式。以一个事件是否发生为里程碑引发或有对价，建立在财务指标计量基础上，里程碑方式的支付结构实际是一个支付值固定的期权，公式如下：

$$C = Xe^{-rT} N(d_2) \quad (9)$$

■ 或有对价的评估模型修正与情景概率确定思路

王少豪（2021）认为，由于或有对价本身的特点，基本上不适合采用市场法或资产基础法进行评估，因为这些方法不考虑未来的现金流。另外，或有对价很少进行交易且没有重置成本。或有对价一般可以采用两种具体评估方法，包括情景分析方法、期权定价方法，其都属于收益法范畴。其中，情景分析方法就是分析多种情景以及在各种情景下的评估结果，估算各种情景发生的概率，计算得出一个各种情景评估结果的概率期望值，再采用一个恰当的折现率将该期望值折现为现值；常用的期权估价模型包括布莱克-舒尔斯（BS）模型、二叉树模型、蒙特卡罗模拟法、有限差分方法等，最常用的是 BS 和二叉树模型，有的将蒙特卡罗模拟等归为第三种方法，即模拟仿真法。BS 模型适合于将财务指标（包括系统性和不可转移风险）作为计量基础的评估，并且支付结构为非线性的或有对价的评估；仿真方法或二叉树方法一般用于比较复杂的或有对价支付结构，或者是前后期或有对价之间存在关联关系。

（一）或有对价评估模型的修正和扩展

期权分为金融期权和实物期权，金融期权如股票、债券、货币等有市场定价的金融资产，其增长率必须与其风险及预期回报率始终一致，即交易价格与期望值相联系；实物期权如机器设备、不动产、知识产权等，预期增长率可以随着时间的不同是任意值，或任意类型。

1. 实物期权 BS 模型的修正。实物期权所采

用的布莱克 - 舒尔斯 (BS) 模型的缺陷是必须先求出风险中性的期望值, 然后再折现, 于是有人就想出把实物期权评估的 BS 模型修正为直观解析方程的形式:

$$C = Se^{gt}N(d_1) - Xe^{-rt}N(d_2) \quad (10)$$

$$P = Xe^{-rt}N(-d_2) - Se^{gt}N(-d_1) \quad (11)$$

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{X}\right) + \left(r + g + \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}},$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}g = \mu - R_s \quad (12)$$

其中, g 为增长率; μ 为实物资产在现实世界的期望增长率; R_s 为实物资产所需回报率。

2. 公式 (10 至 12) 参数的含义扩展。实物期权 (BS) 模型公式 (10 至 12) 中的 S 、 X 是标的资产现时价格 (如标的企业权益价值)、期权执行价 (如对赌股权回购金额), 而对赌协议中大多为承诺期当年的财务指标, 王进江和孙建忠 (2021) 依据对赌特征, 将公式 (10 至 12) 中参数的含义扩展如下:

$$S = \text{标的资产的基准日价格或业绩对赌首年的前一年度的收益} \quad (13)$$

$$X = \text{期权执行价或业绩承诺收益} \quad (14)$$

$$\sigma = \text{标的资产价格年化波动率或预期收益标准差} \quad (15)$$

$$\mu = \text{实物资产在现实世界的期望增长率或收益的预期增长率} \quad (16)$$

(二) 对赌标的的经营情景概率的确定思路

或有对价的支付结构中收回方式是针对没有完成的情景, 其他方式均是可以完成的情景, 但标的企业未来经营存在不确定性。笔者认为, 经营完成与否的情景概率在或有对价价值的评

估中应予以考虑, 概率的确定思路可借鉴实物期权 (二叉树) 中上升概率公式:

$$\text{完成概率} = \frac{e^{r(T/n)} - e^{-\sigma\sqrt{T/n}}}{e^{\sigma\sqrt{T/n}} - e^{-\sigma\sqrt{T/n}}} \quad (17)$$

其中, n 为二叉树期数, 如对赌承诺期数; T/n 为每一期时间长度, 如 1 年。

■ 价值分配机制与含对赌的股权价值分配模型

涉及投资对赌股权的对赌协议, 对赌的标的是被投资的标的企业自身, 投资人要承担一定的 (基于股东拥有的权利) 投资决策带来的风险, 对赌协议调整的内涵是缴纳出资依据的协议价格与投资人期望间的差异, 标的企业若未来经营达到或超过协议价格依据的评估预测值则验证评估预测值是合理的且双方均获益的, 若未达到预期则投资人可获得一定的 (基于标的企业的价值) 补偿, 从而减少投资损失; 与债权投资不同, 债权投资的标的是资金, 二者的标的是不同的。标的企业的股权价值分配机制是针对标的企业的股东全部价值, 如何实现其在全体股东间进行合理分配的机制, 合理分配的基础是股东对标的企业拥有权利的大小及收益贡献的大小, 各类股东若权利不同, 其权益单位价值也应是不同的, 全体股东权益分配合计应以标的企业权益价值为限, 如对赌股权回购额超过退出时标的企业权益价值是不合理的, 企业价值分配的工具应是股权价值分配模型。

(一) 股权价值分配模型及内在逻辑

基于公司层面, 分配一个公司包括普通股

和不同系列优先股等不同类别股权价值的完整且准确的方法称为股权价值分配模型。高文忠和王进江（2025）指出，该模型运用的步骤大体可分为四步：一是采用收益法或市场法，再或资产基础法等适宜方法确定被投资目标公司在当前时点的股权整体价值；二是在梳理各类股份享有的权利基础上，基于看涨期权定价模型（OPM），进行权利分配拐点处的行使价值确定和期权差额计算；三是基于分配权限，进行各类股份权限百分比分配；四是在确定赎回、清算、同股同权等情形概率基础上，加权汇总确定各类股权价值。笔者认为，含对赌股权的标的企业价值分配模型内在逻辑如下：标的企业在基准日的权益价值（现行价格 S ）是价值分配对象，价值分配机制是先分配给按约定在普通股发行前应予分配的股东，若 S 小于等于按协议应分配给这部分股东的价值则分配给普通股股东的金额为 0，只有 S 大于这部分才能使普通股的分配额逐步增加。

（二）含对赌股权的价值分配模型应用操作架构

1. 计算标的企业基准日的权益价值（ S ）：依据资料采用收益法等适宜方法评估标的企业基准日价值，对承诺期间基准日现金流预测应关注实际完成情况。浙江省会计师协会（2021）认为，预测期后未来现金流量的第一年情况是可以直接以期后企业实际经营情况进行验证的，若源自原先预测的不合理，则需要结合期后实际经营数据作及时的调整修正。基于实际完成，合理调整对赌投资时的预测。

2. 确定价值分配中各拐点的价值（ X ）：拐点价值是依据股东权利不同导致分配机制前后

不同的临界点处价值，其中，应分配对赌股权拐点处价值增量公式为：

$$\Delta X_{\text{对赌股权拐点处}} = \text{完成概率} \times \text{看涨期权价值} - \text{未完成概率} \times \text{看跌期权} \quad (18)$$

3. 确定各类股东在各拐点处的权限分配比例：依据标的企业历次的投融资协议及对赌等补充协议中对投资人股东权限的约定，结合实际执行情况和相关访谈等，比较、分析后确定。

4. 确定赎回、清算、同股同权等情形概率：若投资协议没有清算优先权，则清算情形概率为 0；反之，在公式（17）经营情景概率基础上，确定赎回、清算、同股同权等情形概率。

■ 涉及对赌股权的价值分配评估案例

A 公司于 2018 年 12 月 31 日（出资日）以股权转让方式获得 B 公司 20% 股权，投资了 1.1 亿元（B 公司 2018 年 9 月 30 日全部权益收益法评估值 5.51 亿元），B 公司注册资本 2000 万股（60% 为普通股、40% 为对赌股权），对赌条款：赎回基础为投资本金，B 公司承诺 2019 年至 2022 年净利润分别不低于收益法评估预测值，业绩补偿期内若各期实现净利润数低于各期承诺净利润数，B 公司按投资比例补偿 A 公司；A 公司承诺 2019 年至 2022 年 EBITDA 分别超过收益法评估预测值后，按 EBITDA 超过部分追加支付对价，假设无优先清算权且或有对价没有支付的信用风险并在当年末支付，预测值见表 1，该案例金额单位为亿元。本次评估目的为基于财报目的的对赌股权公允价值评估，基准日为 2019 年 12 月 31 日。B 公司 2018 年 10~12 月、2019 年实际完成的净利润为 0.20、0.45 亿元，EBITDA 为 0.25 亿元、0.52 亿元。

1. B 公司权益价值评估：2018 年 10~12 月、2019 年的净利润、EBITDA 实际完成数均大于 A 投资目的的收益法评估预测值，经分析，原利润总额预测值向上调整 5%，2024 年向上调整 2%；基准日无风险收益率、股权风险溢价、Beta、资本结构、债务成本等有变化，经计算折现率为 12.84%；基准日 B 公司权益价值评估值为 5.78 亿元，相关指标预测值见表 2。

2. 拐点处价值增量确定：对赌的或有对价支付结构为收回方式和看涨期权方式，剩余业绩对赌期为 3 年，净利润、EBITDA 的预期收益标准差 σ 分别为 17.88%、18.75%，净利润、EBITDA 的预期增长率（离散） μ 分别为 17.30%、18.17%，依据公式（17）计算的

2020 年至 2022 年完成概率分别为 47.81%、49.72%、52.59%，折现率 CAPM 为 13.31%，公式（10）、公式（11）中的增长率 g 、无风险收益法 r 采用连续复利形式，按公式（18）计算的拐点处价值增量见表 3。

3. 拐点价值及增加期权价值确定：拐点起点为对赌股权投资本金，即 B 公司 40% 对赌股权，出资金额合计 2.2 亿元；2019 年拐点处价值增量按实际完成情况，依据对赌条款计算为 0.02 亿元，2020 年至 2022 年拐点处价值增量见表 3；看涨期权参数对应的是资产（权益）价格，其中， r 、 T 、 σ 分别为 3 年期连续复利、3 年、47.61%（可比公司股票波动率），结果见表 4。

表 1 B 公司收益法预测简表 单位：亿元

项目	2018 年 10~12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年至永续年
预测：营业收入	1.22	3.41	4.09	4.87	5.37	5.64	5.64
净利润	0.17	0.43	0.52	0.63	0.69	0.72	0.72
EBITDA	0.22	0.50	0.61	0.75	0.81	0.85	0.85

表 2 B 公司收益法预测简表 单位：亿元

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年至永续年
预测：净利润	0.55	0.67	0.73	0.76	0.77	0.77
EBITDA	0.63	0.78	0.85	0.89	0.91	0.91

表 3 B 公司价值分配的拐点处价值增量结果 单位：亿元

项目	2020 年	2021 年	2022 年
拐点处价值增量	-0.02	-0.06	-0.06

表 4 B 公司价值分配的增加期权价值结果 单位：亿元

项目	对赌股权	普通股	全部股本	合计
增加期权价值	1.81	1.86	2.11	5.78

4. 分配权限及权限价值确定：价值分配机制是先分配对赌股权等应先分配的部分，故对赌股权的分配权限为 100%；在对赌期后，接下来分配的是普通股，普通股的分配权限为 100%；在普通股后，接下来分配的是全体股本，全体股东的分配权限为各自持股比例。分配权限乘以各自对应的增加期权价值，为相应分配权限的权限价值，不同种类股权各拐点的期权价值汇总金额等于不同种类股权的总期权价值，不同种类股权合计等于全部权益评估值。

5. 情形概率及加权平均结果：在没有清算优先权的情形下，判断情形概率的大多是赎回情形与同股同权情形或 IPO 情形。经分析，B 公司经营情况相对稳定，故确定两情形概率各 50%；经加权平均，对赌股权每股价值为 31.03 元，普通股权每股价值为 27.48 元。^[G]

参考文献

- [1] 刘文. 一本书读懂股权架构与股权激励 [M]. 北京：中国铁道出版社，2021：29-30.
- [2] 武汉大学中国高校哲学社会科学发展与评价研究中心. 海外人文社会科学发展年度报告（2012）[M]. 武汉：武汉大学出版社，2013：370.
- [3][美] 艾斯沃斯·达摩达兰. 达摩达兰论估价：面向投资和公司理财的证券分析（第 2 版）[M]. 罗菲，主译. 大连：东北财经大学出版社，2010：443-444.
- [4] 王美江. 股权激励与分配机制实战：薪酬绩效+激励方案+合伙人裂变+股权管理 [M]. 北京：人民邮电出版社，2024：5.
- [5] 国资委产权管理局投资价值评估课题组. 投资价值评估 [M]. 北京：中国市场出版社，2016：231.
- [6] 齐安甜. 企业并购中的实物期权与博弈分析 [M]. 北京：中国金融出版社，2007：83.
- [7] 法盛金融投资. 对赌协议常见的 6 种类型和 18 个条款 [EB/OL]. (2024-03-27)[2024-12-30]. <http://www.govgw.com/article/36870.html>.
- [8] 北京注册会计师协会专业技术委员会. 专家提示〔2018〕第 13 号—涉及业绩承诺或有对价的相关关注 [S]. 2018-12-29.
- [9] 王少豪. 或有对价评估方法与案例 [J]. 中国资产评估，2021（1）.
- [10] 王少豪. 或有补偿价值评估的期权定价模型 [J]. 中国资产评估，2014（8）.
- [11] 王进江，孙建忠. 企业并购成交价格与市场价值的数量关系研究 [J]. 中国资产评估，2021（7）.
- [12] 高文忠，王进江. 约定回购条款价值衡量和设计思路 [N]. 中国会计报，2025-8-22.
- [13] 浙江省注册会计师协会专业技术委员会. 专家提示第 6 号—如何利用管理层聘请的商誉减值评估专家出具的评估报告的有关建议 [S]. 2021-2-3.
- [14] The Appraisal Foundation. Financial Reporting Valuation Advisory for Contingent Consideration[S]. 2019-2-14.

高文忠 王进江 张维军

北京中企华资产评估有限责任公司